

歐洲中央銀行之貨幣政策策略檢討

游 淑 雅

一、前 言

歐洲中央銀行（European Central Banks, ECB）自 1998 年 7 月成立迄今，肩負制定歐元區十二個會員國的貨幣政策之責，四年多以來，ECB 的貨幣政策飽受外界批評為不夠靈活，近期部分經濟學家更指出，當包括美國聯邦準備當局（FED）及日本央行（BOJ）在內的全球主要央行，正對目前通貨緊縮的威脅提出警告或奮力對抗之際，ECB 仍致力將歐元區的通膨率降至 2% 的目標以下，似未考量通貨緊縮的風險。ECB 乃在本（2003）年 5 月 8 日公布，針對其四年多以來貨幣政策策略所作的檢討報告，以回應外界的各種批評。

ECB 之檢討結論大致如下：（1）ECB 仍舊確認其物價穩定的定義為「歐元區的調和的消費者物價指數（Harmonised Index of Consumer Prices, HICP）年增率在中期內維持

在 2% 以下（below 2%）」，惟 ECB 管理委員會承諾，將致力維持通膨率於中期內低於但接近 2%，主要是為了提供一個足夠的安全幅度，來防範通貨緊縮的風險；（2）ECB 確認其貨幣政策之制定，仍將持續根據影響物價穩定之風險因素作廣泛及綜合分析，其以二個支柱（two pillars）為主的分析將更為深入及廣泛，然而 ECB 管理委員會決定不再逐年檢討貨幣總計數成長參考值，改為必要時再檢討，以避免外界將之誤解為每一年的貨幣目標。

本文擬說明 ECB 對其貨幣政策策略檢討的內容重點，主要包括物價穩定的定義及用來確認影響物價穩定風險的二個支柱之探討，並引述外界對 ECB 策略檢討結果的看法。

二、ECB 對物價穩定的定義

馬斯垂克條約中載明，ECB 的主要目標為維持物價穩定。為了更精確定義物價穩定，ECB 管理委員會於 1998 年 10 月 13 日宣

布，將物價穩定量化定義為「調和的消費者物價指數（HICP）年增率在中期內維持在 2% 以下」。

針對 ECB 的物價穩定量化定義，外界的評論主要為：（1）ECB 應將重點放在衡量核心（core）或基礎（underlying）通膨，如此可避免過度注重暫時性的物價波動風險；（2）2% 為上限太過冒險（太低）；（3）僅定義上限而未定義下限，不夠精確且不對稱。針對此，ECB 提出以下的說明。

（一）物價指數的選擇

歐盟統計局（Eurostat）認為 HICP 係一具現代觀念，並符合國際標準的高品質物價指數。HICP 具有高透明度，因為它提供的衡量方法，是最貼近歐元區家計部門所購買的消費性物品及服務，最具代表性的一籃組合之物價。HICP 的採用，清楚說明 ECB 的貨幣政策主要是提供一個全面及有效性的貨幣購買力損失之保障。

（二）目標值的選擇

選擇 HICP 年增率低於 2%，主要是反映 1998 年時對低通膨需求的廣泛共識（註 1）。在本檢討報告中，ECB 說明通膨的社會成本極高，最近的研究更指出，通膨成本或許較之前的認定為高，即使是適度的通膨率都會帶來顯著的成本（註 2）。基於此，保守的物價穩定策略（零通膨）有其必要性，且有利於經濟社會。

惟另一方面，有鑑於（1）物價指數編製的偏誤；（2）名目價格具向下調整的僵固性；（3）歐元區各會員國存在的通膨差異（有些國家通膨率太低，甚或已接近通貨緊

縮的情況）（註 3）；（4）名目利率無法低於零（the zero lower bound of nominal interest rates）及惡性通貨緊縮風險等四個主要因素，認為不宜將通膨目標值設為零，而須維持某一小幅度的正值，如此將可降低名目利率逼近零底限、抑制央行適當回應通貨緊縮衝擊能力的風險。

綜合上述所有考量，ECB 認為：（1）通膨率必須維持在足夠的低點，以收物價穩定之利，降低通膨成本；（2）此通膨率必須是對抗通貨緊縮的足夠安全幅度。ECB 指出，各種研究報告及證據顯示，通膨目標值大於 1%，名目利率降至零及（或）引發惡性通貨緊縮的可能性極低，即可提供防範這些風險的足夠安全幅度（註 4）。因此，ECB 認為目前的 2% 上限目標是合宜的，既可以穩定物價，同時在防範通貨緊縮上也保有一安全的緩衝幅度。

在貨幣政策策略檢討的記者會中，ECB 執委會成員 Otmar Issing 表示，ECB 以二個支柱為主的貨幣政策策略，完全不同於一般所謂的通膨目標化機制（inflation targeting），將通膨率調整為「接近 2%」不是改變，只是釐清 ECB 這四年多以來的作為—將通膨預期維持在大約 1.7% 至 1.9% 間的狹小範圍，此次的釐清亦說明 ECB 不僅重視通膨，也注意到通貨緊縮問題。ECB 副總裁 Lucas Papademos 則解釋「接近 2%」指的是「低於並接近 2%（close to 2% from below）」。

（三）物價穩定目標的形式

有關目標的對稱性（設定範圍區間），或是否將目標更明確闡釋（例如，通脹點目標），就國際經驗顯示，在引導通脹預期

上，最重要的是貨幣政策的公信力及一致性，目標設定形式的重要性不大，那種形式最好亦無定論。

三、制定貨幣政策的二個支柱

過去四年多以來，ECB 係以以下二個支柱的訊息評估及交叉檢驗，來制定貨幣政策：（1）檢討歐元區廣義貨幣總計數（M3）成長率的實際值與公布的參考值（reference value）之關係，此乃立基於“就中長期而言，貨幣是通脹的主要決定因素”；（2）以其他經濟金融分析與模型（包括薪資、債券價格、收益曲線、實質活動的衡量、商業與消費者信心及匯率等），作為對未來物價展望及物價穩定風險的廣泛評估基礎。

關於上述二個支柱的運用，部分觀察者質疑第一個支柱貨幣作為領先指標的可靠性，主要是因為近二年來由於金融市場、經濟及地緣政治的不確定性升高，促使投資者紛將資產轉為安全及流動性較高的 M3 組成份子，導致 M3 年增率至本年 3 月已連續二十二個月高於 ECB 所設之 4.5% 參考值，這些人並且質疑公布參考值的必要性。此外，也有論者以為要評估物價穩定的風險，應該要用各種資訊進行全面性的判斷，ECB 將之區分為二個支柱，會因資訊來源不同而有不同的政策解釋，易導致混淆，宜將二個支柱合

而為一。

ECB 檢討結果認為，從短期的經濟分析（第二支柱），伴同能夠提供通脹中至長期決定因素訊息的貨幣分析（第一支柱），形成一個交叉檢驗的架構，有助了解貨幣政策是否大體走上正確方向，因此二個支柱的架構仍將持續維持。惟以往 ECB 總裁在宣布貨幣政策的說明稿中，均先分析第一個支柱有關貨幣的情況，再分析第二個支柱有關經濟活動的情形，此後的貨幣政策說明稿，將遵循新的方式：（1）先從經濟分析來確認短至中期的物價穩定風險，一如往昔將包括歐元區經濟所遭遇的衝擊，及主要總體經濟變數的預測等；（2）接著再以貨幣分析來評估通脹的中至長期趨勢，亦一如往昔將包括 M3 及超額流動性的各種衡量等。

此外，ECB 仍肯定訂定貨幣總計數成長參考值的作用，但為了強調其作為貨幣發展評估基礎係具較長期的特性，ECB 管理委員會決定不再每年（12 月）檢討貨幣總計數成長參考值，改為必要時再檢討，以避免外界將之誤解為每一年的貨幣目標。

四、外界對 ECB 策略檢討結果的看法

ECB 此次貨幣政策策略的檢討結果，輿論多認為了無新意，尤其「接近 2%」的通膨目標不夠明確。Leuven 大學經濟學教授 Paul De Grauwe 在金融時報為文，評論 ECB 貨幣政策策略檢討的二項改變，主要內容如下。

（一）降低 M3 重要性的作法相當正確

ECB 降低貨幣總計數（M3）在其貨幣政策策略中的重要性之作法相當正確。可歸因於貨幣的訊息很容易產生背景干擾（background noise），讓它不再是未來通膨的可靠指標。相反的，貨幣總計數經常帶來錯誤訊息，特別是在 2001 年 911 恐怖攻擊事件之後，投資者將資金轉入短期資產，導致歐元區 M3 年增率大幅上揚。ECB 亦察覺此現況，認為 M3 增加不是通膨跡象，相反地卻有通貨緊縮的風險，從而迫使 ECB 近期以來經常忽視 M3 成長率數值。

（二）物價穩定的定義相當不明確

外界原先預期，ECB 可能會設一個 2% 的通膨點目標，或是允許在點目標上下一個範圍。而 ECB 卻宣布維持物價穩定的定義不變，僅承諾將致力維持通膨率於中期內接近 2%。許多分析師將此解讀為，ECB 將以 2% 為中心點的通膨目標，不過此種看法又和 ECB 維持物價穩定之定義不變的說法及其相關解釋相互矛盾，將會造成外界混淆，並置 ECB 於一個防禦性的角色。

Grauwe 認為，ECB 應該採行較為明確的通膨目標化機制，這也是目前漸為多國央行採行的方法，也就是定義通膨點目標，並設一個上下對稱的範圍，ECB 且須定期公布其通膨預測及例行性資訊，來幫助市場了解其政策動向，以增進其透明度。此外，ECB 的任務不僅應維持物價穩定，且應追求財政穩定、景氣循環穩定等其他目標，只要這些目標不干擾物價穩定即可。

附 註

(註 1) 主要是承襲德國央行（Bundesbank）在二次世界大戰之後，對抗超級通膨（hyperinflation）的政策。

(註 2) 可參見 ECB 檢討報告的背景研究報告 Rodriguez-Palenzuela D., G. Camba-Mendez and J.A. Garcia (2003), "Relevant economic issues concerning the optimal rate of inflation", 及其參考文獻。

(註 3) 依歐盟統計局（Eurostat）於本年 5 月 16 日的統計數據，歐元區 4 月的通膨年增率為 2.1%，其中以愛爾蘭、葡萄牙及希臘位居前三高，分別為 4.6%、3.7% 及 3.3%，最低的三國依次為德國、奧地利及芬蘭的 1.0%、1.2% 及 1.3%。

(註 4) 根據已設定一個數值作為通膨目標的所有已開發國家的央行之經驗，其中心點均設在 1% 以上，例如，英格蘭銀行為 2.5%（RPIX）；瑞典央行為 2±1%（CPI）；挪威央行為 2.5±1%（CPI）；加拿大央行為 1-3%（CPI）；澳洲央行為 2-3%（CPI）；紐西蘭央行為 1-3%（CPI）；美國聯邦準備體系及日本央行未設其物價穩定目標的量化定義；瑞士央行其物價穩定定義等同 ECB。可參見 ECB 檢討報告的背景研究報告 Castelnovo E., S. Nicoletti Altissimi and D. Rodriguez-Palenzuela (2003), "Definition of price stability, range and point inflation targets: The anchoring of long-term inflation expectation"。

參考資料

1. CentralBankNet (2003), “ECB to Aim for Inflation Close to 2%”, May 8.
2. ECB (2003a), “Overview of the Background Studies for the Reflections on the ECB's Monetary Policy Strategy”, May 8.
3. ____ (2003b), “Press Seminar on The Evaluation of The ECB's Monetary Policy Strategy”, Press Conference, May 8.
4. ____ (2003c), “The ECB's Monetary Policy Strategy”, Press Release, May 8.
5. ____ (2003d), *Monthly Bulletin*, May.
6. Grauwe, Paul De (2003), “The Central Bank That Has Missed the Point”, Financial Times, May 14.

(本文完稿於民國 92 年 5 月，作者現為本行經濟研究處國際經濟科一等專員)